

تقنيات واستراتيجيات إدارة السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية الفرص والتحديات

الأستاذ حكيم براضية
المركز الجامعي تيسمسيلت - الجزائر

الدكتور عبد الكريم قندوز
جامعة الملك فيصل - السعودية

JEL: G15, G21 تاريخ الاستلام: 2014/08/13 تاريخ قبول النشر: 2014/11/27

الملخص:

تعتبر إدارة السيولة من أهم القضايا التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية لحداتها وقلة التقنيات والأدوات المتاحة لذلك، مما أدى بها إلى التحفظ في استثمار أموالها لفقدانها للآليات الملائمة لإدارة السيولة. ونحاول في هذا البحث التعرف على الأدوات المستخدمة لإدارة السيولة بالمصارف التقليدية، بالإضافة إلى الطرق التي حُلّت بها مشكلة فائض السيولة بالمصارف الإسلامية، ومن ثم معرفة البديل الإسلامي لإدارة السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية من استراتيجيات وتقنيات وأدوات ومؤسسات، مستفيدين من الصناعة المالية التقليدية ومن التقنيات التي ابتكرتها بعض الدول والمؤسسات الإسلامية والتي حققت نتائجها إيجابية.

الكلمات المفتاحية: إدارة السيولة، المصارف الإسلامية، سوق النقد

Abstract :

There is a variety of instruments available for the conventional banks which gives considerable flexibility to banks to adjust their short-term cash flows. Existence of secondary markets for financial instruments is also an important source of liquidity. However, this conventional mechanism of liquidity management including interbank market, secondary market financial instruments and facilities from the central bank as the lender of last resort are all based on interest and therefore, not acceptable for Islamic Banks. The main aim of this study is to discuss the reasons and the results of the lack of Islamic products for liquidity management.

Key words: Liquidity Management, Islamic Banks, Money Market

مقدمة

تعتبر إدارة السيولة جزءاً من الإطار العام لإدارة المخاطر بالمنشأة، وتزداد أهميتها بالمصارف والمؤسسات المالية، ولأن المصارف الإسلامية ذات طبيعة مغايرة عن التقليدية فإنها لا تستطيع التعامل بالأدوات التقليدية المستخدمة لإدارة السيولة (أدوات السوق النقدي خاصة) لأنها تقوم على مبدأ الفائدة (Interest-based) المحرمة شرعاً. ولأن الأمر كذلك ولحاجة المؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود إدارة السيولة بها وجب البحث عن تقنيات وأدوات متوافقة ومبادئ الشريعة الإسلامية لإدارة السيولة.

ويشمل البحث عن تقنيات وأدوات إدارة السيولة بالمؤسسات التي تقدم الخدمات المالية الإسلامية إيجاد أدوات مبتكرة لإدارة السيولة لم تكن موجودة من قبل (من خلال الهندسة المالية الإسلامية) أو تطوير الأدوات الموجودة لتحقيق كفاءة أكبر، أو محاكاة بعض الأدوات التقليدية والتي يمكن إعادة هيكلتها وتصميمها بطريقة تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. فيما يتعلق بالجانب الأول (إيجاد أدوات مبتكرة لإدارة السيولة) فهو يعتبر الأساس الذي ينبغي أن تعتمد عليه الصناعة المالية الإسلامية للتخلص من التبعية للصناعة التقليدية. أما الجانب الثاني (تطوير الأدوات الموجودة) فهدفه زيادة كفاءة الأدوات الموجودة وهي في الأصل قليلة كما أنها قاصرة عن الوفاء بكل متطلبات إدارة السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية. ويبقى الجانب الأخير (المحاكاة للصناعة المالية التقليدية) وهو إن كان مدخلا غير مستحب إلا أنه لا مناص منه خاصة إذا علمنا أن الصناعة

المالية التقليدية قد خطت خطوات ومراحل كبيرة في مجال إدارة السيولة، وهو ما يجعل عدم الاستفادة من تلك التجربة نوعاً من التفريط.

إشكالية الدراسة

تتمثل إشكالية الدراسة في محاولة الإجابة عن الأسئلة الآتية:

1. ما هو واقع السيولة في المصارف الإسلامية؟ وفيما تتمثل تحديات إدارتها؟
2. هل نفي التقنيات والأدوات التقليدية لإدارة السيولة بالمتطلبات الشرعية، وإلى أي حد يمكن الاستفادة منها في الصناعة المالية الإسلامية؟
3. ما هي البدائل الممكنة لإدارة السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية؟

أهمية الدراسة

يعتبر موضوع السيولة وطرق إدارتها من أكبر التحديات التي تواجه العمل المصرفي، التقليدي والإسلامي على حد سواء، وذلك لصعوبة التوفيق بين متطلبات السيولة الواجب الاحتفاظ بها، واعتبارات الربحية المرجو تحقيقها، فزيادة السيولة عن المستوى المناسب في أي مصرف يعني ضعف قدرته في استثمار هذا الفائض وتحقيق الأرباح المنشودة منه، إلى جانب ضعف مساهمته في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، في مقابل ذلك فإن نقص السيولة عن الحد الواجب الاحتفاظ به يمكن أن يعرض البنك لفقدان ثقة عملائه وهذا بدوره يهدد استقرار النظام المصرفي والمالي بأكمله.

ومما زاد من أهمية السيولة وضرورة التعامل معها بحیطة وحذر شديدين، تكرار الأزمات المالية التي أصبحت تصيب الأنظمة المالية المحلية والعالمية، ففي الأزمة المالية الأخيرة (2007-2009) بدا جلياً مدى عمق انقطاعات السيولة ومدة استمرارها في أسواق التمويل الرئيسية أي العجز المتزامن والمطول الذي أصاب المؤسسات المالية عبر الأسواق والحدود عن تمديد القروض قصيرة الأجل أو الحصول على تمويل جديد، مما عرّض المصارف التجارية لمشكلات التمويل بسبب عدة عوامل منها جوانب الضعف في البنية التحتية للأسواق المالية، ترابط هذه الأخيرة فيما بينها ما يسهل من انتقال العدوى، عدم الدراية الكافية بمدى التفاعلات بين البنوك والمؤسسات غير المصرفية في استخدامها لأسواق التمويل القصيرة الأجل، نقص المعلومات عن مخاطر الطرف المقابل، تنامي استخدام القروض قصيرة الأجل لتمويل أصول أطول أجلاً.

ومما يزيد من أهمية إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية ضيق سوق الأدوات الممكنة الاستخدام لإدارة السيولة وعدم قدرتها على الاقتراض من مصدر خارجي إلا بوجود أصل مما يضطرها للاحتفاظ بجزء كبير من الأصول السائلة أو شبه السائلة¹، وهو ما يعني وجود تكلفة فرصة ضائعة عالية تتكبدها المصارف الإسلامية، وقد بينت الأزمة المالية العالمية الأخيرة (2007-2009) حاجة المؤسسات المالية الإسلامية إلى بناء هياكل ذات أداء جيد من أجل إدارة السيولة².

أهداف الدراسة

تتحرر أهم الأهداف التي يسعى الباحثان إلى تحقيقها في:

- الوقوف على طبيعة مخاطر السيولة بالمصارف (التقليدية والإسلامية).
- بيان الأساليب والأدوات التي تستخدمها المصارف التقليدية في إدارة سيولتها واستثمارها، ومدى ملاءمتها للتطبيق بالصناعة المالية الإسلامية.
- معرفة فيما ما إذا كانت المصارف الإسلامية تستثمر سيولتها استثماراً مجدياً يفي بمتطلبات السيولة واعتبارات الربحية الممكن تحقيقها.
- اقتراح بعض البدائل والأدوات المبتكرة لإدارة السيولة بالمصارف الإسلامية.

الدراسات السابقة

حاولت (BEN ARAB & al: 2008) تسليط الضوء على بعض موضوعات إدارة السيولة وإدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية، وترى الدراسة أن الصناعة المالية الإسلامية لا يمكنها تحقيق نمو مقبول من دون تعزيز إدارة المخاطر وإدارة السيولة، ويؤكد هذه النتيجة دراسة صندوق النقد الدولي (Hasan & Dridi: 2010) والتي استهدفت تحديد آثار الأزمة المالية العالمية الأخيرة (2008) على كل من المصارف التقليدية والإسلامية واعتمدت مجموعة من المؤشرات البنكية (الربحية، نمو القروض، نمو الأصول والتصنيف الائتماني الخارجي للمصارف) وتوصلت إلى أن المصارف الإسلامية تعاني قصوراً في تطبيقات إدارة المخاطر، وبشكل خاص مخاطر السيولة، مما يعرضها لصدمات مالية محتملة بعد الأزمة. كما خلصت دراسة (السعدي: 2010) إلى وجود ارتفاع ملحوظ في نسبة السيولة بالمصارف الإسلامية العاملة في الأردن وبالتالي اضطرابها لإيداع احتياطي نقدي بدون عوائد، وكذا عدم استفادتها من تسهيلات المقرض الأخير للسيولة. واقترحت الدراسة جملة من الحلول أهمها: قيام البنك المركزي بتقديم السيولة للمصارف الإسلامية

على أساس المضاربة وتقديم السيولة لمن يحتاجها من البنوك الإسلامية في شكل قرض حسن، وأخيراً إنشاء صندوق مشترك للسيولة تساهم فيه المصارف. كما تقترح (BEN ARAB & al: 2008) تفعيل سوق ثانوية إسلامية. ويقترح (ناصر: 2008) التوريق باعتباره أداة مالية تساهم في إدارة مخاطر تجميد الأموال ونقص السيولة في المصارف، ولنجاح هذه العملية يتطلب الأمر توفر جملة من الشروط، كالشركة ذات الغرض الخاص وسوق مالية نشطة، وإلا فإن خطر السيولة سيبقى قائماً في البنوك والمؤسسات المالية خصوصاً تلك التي تمنح قروضاً طويلة الأجل كالقروض العقارية. أما (طارق الله خان وآخرون: 2003) فبعد أن استعرض أهم التحديات التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية في العصر الحديث، كتحديد الخدمات المالية وثورة تقنية المعلومات، وتطور التكنولوجيا وتقنيات إدارة المخاطر الناتجة عن تقديم الخدمات المالية الإسلامية، يشير إلى أن المؤسسات المالية الإسلامية تشترك مع التقليدية في كثير من المخاطر التي تواجهها، كمخاطر الائتمان ومخاطر السوق، مخاطر السيولة والتشغيل، وتبعاً لذلك فإن إدارة المخاطر وإدارة مخاطر السيولة في البنوك الإسلامية لا بد أن تستفيد مما تقدمه الصناعة المالية التقليدية. في حين يرى (عبد الرحيم شريف وآخرون: 2003) بعد استعراضه للأدوات النقدية والمالية المستخدمة في إدارة السيولة ضعف شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) في إدارة السيولة، ويدعو إلى ضرورة إضفاء بعض التعديلات عليها لتزيد من فعاليتها، والعمل على ابتكار أدوات نقدية تزيد من مقدرة البنك المركزي على إدارة وتنظيم السيولة.

يُلاحظ أن الدراسات السابقة قد أكدت في غالبها على وجود تحديات تعترض المؤسسات المالية الإسلامية في إدارة سيولتها وبعضها أشار إلى كيفية الاستفادة من تجربة إدارة السيولة بالصناعة المالية التقليدية، كما أنه هناك إجماعاً على ضيق سوق الأدوات والتقنيات المستخدمة من قبل المصارف الإسلامية في إدارة السيولة، ولذلك تحاول دراستنا البحث المتعمق عن سبب ضعف إدارة السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية ومقارنة أدوات وتقنيات إدارة السيولة بين المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية واقتراح أدوات وتقنيات لإدارة السيولة بالصناعة المالية الإسلامية.

الإطار النظري للدراسة

مفهوم السيولة المصرفية ومخاطرها

يعرف الباحثان (Valla & Tieset, 2006) السيولة المصرفية بطريقتين هما³: سيولة التمويل وسيولة السوق. ويغطي مفهوم سيولة التمويل الأموال الساخنة (نقداً) والأصول القابلة للتسييل بسرعة، أي السيولة الضرورية التي تستجيب لطلبات سحب الأموال أو الودائع في الأجل القصير بهدف تسوية العمليات الاعتيادية والتجارية للزبائن، هذا البعد من السيولة هو المهيمن في إطار النشاط التقليدي للمصارف (أي الوساطة المالية). أما سيولة السوق فهي مفهوم أوسع نوعاً ما وتعتبر أن البنوك تساهم هي الأخرى وأحياناً بقوة في سير المفاوضات (التبادل) حول الأصول في السوق المالية، أي قدرة المصارف على تسهيل أصول غير نقدية. ويربط العديد من الاقتصاديين بين هزات النظام المصرفي وهيكل ميزانية المصارف، ذلك أنه وبمجرد عدم وجود توافق زمني بين الأصول والخصوم، فإن البنوك تعرض نفسها لخطر السيولة، وعليه يمكن تعريف خطر السيولة بأنه: عدم قدرة البنك على سداد الالتزامات المالية عند استحقاقها، وعدم استطاعة المصرف الوفاء بالتزاماته قصيرة الأجل، ويعتبر ذلك البداية لحدوث ظاهرة العجز الذي إذا استمر يمكن أن يؤدي إلى إفلاسه⁴. ولمخاطرة السيولة بعدان:

- (أ) مخاطرة تمويل السيولة: وهي ناتجة عن صعوبة الحصول على السيولة بكلفة معقولة.
(ب) مخاطرة بيع (تسييل) الأصول: وهي ناتجة عن تعذر بيع أصول المؤسسة أو المصرف من أجل الحصول على سيولة.

وأهم الأسباب التي تؤدي إلى حدوث خطر السيولة في المصارف صدمات السحب المفاجئ (عادة بسبب السلوكات غير المستقرة للمودعين)، وغياب التعاون بين المصارف والقدرات المحدودة للاتصال والنقل⁵ وظاهرة التغير المتسارع وغير المستقر لقيم الأصول⁶، وصعوبة الحصول على السيولة بتكلفة معقولة عن طريق الاقتراض، أو صعوبة تسييل الأصول.

أدوات وتقنيات إدارة السيولة بالمصارف التقليدية

تستخدم البنوك التقليدية تشكيلة متنوعة من الأدوات والاستراتيجيات والتقنيات لإدارة السيولة والتعامل مع مخاطرها، وفيما يلي عرض لأهمها:

1. **استراتيجيات إدارة السيولة:** توجد ثلاثة استراتيجيات لإدارة السيولة هي: إدارة سيولة الأصول وإدارة سيولة الخصوم والإدارة المتوازنة للسيولة.

(أ) **إدارة سيولة الأصول:** تقوم هذه الاستراتيجية على أساس أن الأصول السائلة تعتبر مصدراً بديلاً للنقد. وأما الأصول السائلة فهي التي تتميز بإمكانية التحويل السريع إلى سيولة وباستقرار سعرها وقابليتها للمناقلة (التحول من نقد إلى أصل أو العكس) بدون خسارة أو مع خسائر منخفضة. ورغم مزايا هذه الاستراتيجية إلا أنها مكلفة نوعاً ما وتسبب خسائر نتيجة تكاليف التسييل.

(ب) **إدارة سيولة الخصوم:** وتعتمد على لجوء المصرف إلى السوق النقدي (للشراء أو الاقتراض) لتغطية احتياجاته للسيولة، وتلجأ إلى هذه الاستراتيجية المصارف الكبيرة والراسخة في السوق المصرفية، أي أنه هذه الاستراتيجية تعتمد على سمعة المصرف ووضعه المالي. ومن أدواتها اتفاقيات إعادة الشراء (Repos)، الاقتراض من المؤسسات المالية الأخرى... وتعتبر هذه الاستراتيجية جد خطيرة بسبب تذبذبات أسعار الفائدة وحالة اللابقين فيما يتعلق بالدخل الصافي للمصرف.

(ج) **الإدارة المتوازنة:** تقع الإستراتيجية المتوازنة لإدارة السيولة وسطاً بين إدارة سيولة الأصول وإدارة سيولة الالتزامات، بمعنى آخر أن على المصرف الاحتفاظ بأصول سائلة (دون إفراط) مع لجوئه عند الضرورة إلى الاقتراض (من السوق النقدي). ويمكن اعتبار الإدارة المتوازنة للسيولة شكلاً من أشكال إدارة الأصول والخصوم، وهي بحسب تعريفها فن وعلم اختيار أفضل مزيج من الأصول لمحفظه أصول المنشأة، وأفضل مزيج من الخصوم لمحفظه الخصوم⁷ لكنها تهتم فقط بجانب السيولة دون بقية الجوانب (كالربحية والنشاط والمديونية).

2. **أدوات وتقنيات إدارة السيولة:** وتشمل:

- ✓ **اتفاقية إعادة الشراء:** هي عقد بين طرفين لبيع ومن ثم إعادة شراء لأدوات مالية غالباً ما تكون أدونات خزانة بغرض سد العجز الطارئ في السيولة⁸.
- ✓ **بيع أو شراء الأوراق المالية:** يلجأ المصرف إلى بيع جزء من أوراقه المالية قصيرة الأجل واستخدام حصيلتها في تغطية عجز السيولة، أما في حالة الفائض فيمكنه شراء أوراق مالية تحقق له عائداً وتدعم احتياطياته.

✓ **التوريق المصرفي:** يقصد به تحويل الأصول المالية غير السائلة والمتمثلة أساساً في القروض المصرفية إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال، بهدف التقليل من مخاطر العجز عن الوفاء بهذه الديون وضمان التدفق المستمر للسيولة النقدية للمصرف⁹.

✓ **الاقتراض من خلال سوق اليورو دولار:** يشير سوق الدولار الأوروبي إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها البنوك خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص الأوروبية، ولم يعد الأمر قاصراً على الدولار، بل يشمل عملات أخرى، ويمكن أن تلجأ إليه المؤسسات المالية للاقتراض، وتتسم القروض التي تقدمها هذه المصارف بضخامة قيمتها¹⁰.

✓ **استدعاء الاحتياطي الفائض:** إذا احتاج المصرف التقليدي لتغطية احتياجاته من السيولة لمواجهة أي ظروف طارئة فإنه يمكنه استدعاء جزء من الاحتياطي الفائض لديه الذي يكون مودعاً لدى البنك المركزي¹¹.

✓ **سوق النقد ما بين البنوك:** وهو جزء خاص من السوق النقدي مخصص للمؤسسات المالية وهو بمثابة قناة للسيولة من البنوك ذات الفائض نحو المصارف ذات العجز. ومكان لتدخل البنك المركزي لممارسة سياسته¹².

الحالة الراهنة للسيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية

لتحقق المصارف الإسلامية نوعاً من التوازن بين مصادر الأموال واستخداماتها في جميع الظروف، فإنه لا مناص أمامها من الاعتماد على إدارة متيقظة ومتحفظة للموارد المالية، وتخطيط دقيق للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة، وفي ظل عدم وجود منافذ كافية يمكن من خلالها الحصول على السيولة النقدية، وتحوطاً لطلبات السحب المفاجئ، فإن المصارف الإسلامية مضطرة للاحتفاظ باستمرار بجزء من مواردها المالية على شكل نقد جامد أو ودائع مصرفية بدون عوائد، تفوق نسب السيولة المقررة من البنوك المركزي¹³، مضحية بذلك بعوائد توظيف هذه الأموال. ولفائض السيولة سلبية كبيرة:

- تؤثر على سمعة المصرف أمام البنك المركزي وهيئات التصنيف والمودعين.
- الانخفاض في قيمة السيولة المحتفظ بها بسبب التضخم.
- تجميد الأموال.

تحليل لمشاكل إدارة السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية

تواجه المؤسسات المالية الإسلامية عدة صعوبات في مجال إدارة سيولتها وتتمثل أساساً فيما يلي:

1. تعامل المؤسسات المالية الإسلامية أقرب ما يكون للمصارف الاستثمارية، حيث تتعامل كثيراً في الأصول المادية وتتملك سلعاً وعقارات... وهذا يصعب عليها عملية تسهيل تلك الأصول.
2. عادة ما تخضع المصارف الإسلامية إلى نفس الضوابط وقواعد الرقابة التي تحكم أعمال البنوك التقليدية، وكان من نتيجة ذلك عدم سماح القوانين بأن تساهم تلك المصارف في رؤوس أموال الشركات بما يزيد عن حقوق الملكية¹⁴، وفرض نسبة الاحتياطي القانوني على الودائع الاستثمارية، رغم كونها غير ملزمة بردها كاملة لأصحابها¹⁵ وكذلك عدم القدرة على اللجوء إلى البنك المركزي للحصول على السيولة.
3. محدودية وضحالة السوق النقدي وسوق ما بين البنوك المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية هو السبب الرئيسي لمخاطر السيولة¹⁶.
4. غياب أدوات السيولة القصيرة الأجل التي يمكن أن تستثمر فيها المصارف الإسلامية جزءاً من سيولتها، وكذا غياب آلية اتفاقيات إعادة الشراء (الريبو) أو التسليف لمدة يوم.
5. القيود الشرعية على بيع الديون والتي تمثل جزءاً مهماً من أصول المصارف الإسلامية.

شكل (1): أهم معوقات إدارة السيولة بالمصارف الإسلامية



المصدر: من إعداد الباحثان.

بعض الطرق المستخدمة في إدارة السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية

من بين الطرق التي حُلَّت بها مشكلة فائض السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية اعتمادها على التمويل قصير الأجل: ومن ذلك التركيز على صيغتي التورق والمرابحة، وإيداع الفائض من أموالها لدى المصارف الأجنبية بغرض الاستثمار¹⁷، وكذلك المضاربة بالأسهم والسندات والعملات والمعادن الثمينة في البورصات والأسواق المالية العالمية¹⁸. ويتضح ضيق السبل المتاحة أمام المصارف الإسلامية في إدارة السيولة، وهو ما يستدعي البحث الدائم والمستمر عن استراتيجيات وتقنيات وأدوات لإدارة السيولة.

استراتيجيات وتقنيات إدارة السيولة بالمصارف الإسلامية

من أسهل السبل التي تستخدمها المؤسسات الاحتفاظ بالنقدية لتتمكن من توفير السيولة عند الطلب، لكن في الحقيقة فإن هذه الطريقة تعتبر مكلفة*، وبالتالي فهي غير جذابة لتلبية الحاجة إلى السيولة، ولهذا وجدت أساليب بديلة أهمها إدارة الأصول والخصوم والتوريق وغيرهما.

إدارة الأصول والخصوم واستراتيجيات إدارة السيولة:

عندما تواجه منشأة الأعمال حالة إفسار في السيولة، ففي هذه الحالة أمامها أسلوبان: التصرف في الأصول، ويكون ذلك بالاحتفاظ بالأصول التي يمكن تحويلها بسهولة إلى نقدية عند الحاجة، وهذا ما يسمى إدارة الأصول، وإما أن تقترض أو تبحث عن أية مصادر تمويل لتغطية الحاجة إلى السيولة، وهذا ما يسمى إدارة الخصوم¹⁹، وعلى هذا يمكن تعريف إدارة الأصول والخصوم على أنها: "فن وعلم اختيار أفضل مزيج من الأصول لمحفظه أصول المنشأة، وأفضل مزيج من الخصوم لمحفظه الخصوم"²⁰. وهناك خمسة مفاهيم أساسية لفهم واستيعاب إدارة الأصول والخصوم، هي: السيولة . الهيكلية . حساسية أسعار الفائدة . الاستحقاقات . مخاطر التوقف عن الدفع²¹.

تمكنت المؤسسات المالية الإسلامية مع زيادة حجمها ونموها المستمر من تطوير العديد من الأدوات والتقنيات من أجل إدارة السيولة، لكن النمو في ابتكار وتطوير تلك الأدوات لم يكن مواكبا لنمو الصناعة. ومع ذلك نرى من المهم أن نستعرض لأهم الأدوات التي تستخدمها المؤسسات المالية الإسلامية اليوم.

* تتمثل التكلفة هنا في تكلفة الفرصة البديلة، لأن الاحتفاظ بالنقدية يعني تعطيل الأموال عن استثمارها.

جدول (1): إدارة الأصول والخصوم.

السنة الحالية	المستقبل
إدارة الأصول	
إدارة بنود الأصول المتداولة	إدارة الصفقات المالية- إدارة الخيارات -
إدارة بنود الأصول الثابتة	إدارة التسويات المالية- إدارة السيولة.
إدارة الخصوم	
إدارة بنود الخصوم المتداولة	إدارة الائتمان - إدارة محفظة الاستثمار
إدارة بنود حقوق الملكية	إدارة القروض- إدارة أسعار الفائدة- إدارة
إدارة بنود الخصوم الطويلة	الربحية- إدارة المشتقات المالية.

المصدر: فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، 1999، ص238.

1. الاستراتيجيات:

تنتهج غالبية المصارف الإسلامية الإستراتيجية إدارة سيولة الأصول والتي سبق عرضها ولعل لذلك مبرراته حيث تقتصر الصناعة المالية الإسلامية إلى البنية التحتية الملائمة لمناقلة الأموال وانخفاض رؤوس الأموال إلى مستوى لا يعزز إدارة السيولة²². ونرى أنه من أجل الوصول إلى إستراتيجية فاعلة في إدارة السيولة ومخاطرها، فلا بد على المصارف الإسلامية أن تتبنى إستراتيجية متوازنة لإدارة السيولة، وفيما يلي تفصيل أكثر لكيفية استخدام استراتيجية الإدارة المتوازنة للسيولة من خلال الموازنة بين الأصول والخصوم استراتيجية الموازنة بين الأصول والخصوم (التحوط الطبيعي)*.

تساعد عملية الموازنة بين أصول وخصوم المؤسسة المالية الإسلامية على تلافي مخاطر عديدة، من بينها مخاطر العائد الثابت في الأصول مقابل عائد متغير في الخصوم، بالإضافة إلى مخاطر السيولة لارتباط مدخلاته مع مخرجاته في الآجال. ونظرياً يمكن تحقيق موازنة الأصول والخصوم بينك إسلامي من خلال الاعتماد على مبدأ المشاركة. لكن تطبيقات المصارف الإسلامية في الواقع ليست كذلك. لهذا سيتطلب الأمر القيام بمجموعة من الإجراءات لتحقيق ذلك، كعدم قبول ودائع استثمارية لها حق السحب المباشر دون تقييد بالزمن اللازم لاستثمارها، وعدم قبول ودائع قصيرة الأجل إلا بعد التأكد من استخداماتها²³.

* يسمى التحوط الطبيعي كذلك بموازنة الأصول والخصوم.

2. التقنيات:

(أ) الاستثمار من خلال المضاربة بين المصارف.* هي إحدى الآليات التي تستطيع من خلالها أية مؤسسة مصرفية إسلامية تعاني من العجز (مصرف يمثل وعاء استثماري) الحصول على استثمارات من المؤسسات المصرفية ذات الفائض (المصرف المستثمر) على أساس المضاربة (أي المشاركة في الأرباح). وتتراوح مدة الاستثمار بين ليلة واحدة وسنة. ويتم إعادة رأس المال المستثمر في نهاية هذه المدة بالإضافة إلى جزء من الأرباح الناتجة عن استثمار المصرف الذي يمثل الوعاء الاستثماري للاعتمادات المالية المقدمة إليه.²⁴

(ب) قبول الودائع بين المصارف.** استخدمت هذه الآلية في ماليزيا، حيث تقوم المصارف الإسلامية بإيداع الأموال الفائضة لديها في البنك المركزي بناءً على مبدأ الوديعة يد ضامنة ويكون البنك كأمين عليها من دون مقابل إلا إذا قام صاحب المال - المصرف - بذلك من قبيل الهبة، ثم يلجأ المصرف إلى مبدأ قبول الودائع بين المصارف بغرض امتصاص السيولة الزائدة من سوق المال الإسلامي من خلال قبول أموال كوديعة لمدة ليلة واحد أو ودائع ذات فترة انتفاع ثابتة.

(ج) الصكوك: تعتبر الصكوك من أفضل الأدوات التي يمكن للبنوك الإسلامية استخدامها في التعامل مع مشاكل السيولة، خاصة لو تم تطوير سوق نشطة للصكوك.

(د) عقود المبادلات (Swaps): من التقنيات التي تمكنت من تطويرها المؤسسات المالية الإسلامية للتحوط ضد مخاطر السيولة (ومخاطر الصرف) القروض المتبادلة، وهي آلية أشبه ما تكون بعقود المبادلات التقليدية***، ويمكن اعتبارها كأحد أنواع المشتقات المالية المتوافقة ومبادئ الشريعة الإسلامية، وهي أن تنشئ المؤسسة المالية بالاتفاق مع أحد المصارف عقدي إقراض واقتراض مستقلين في التاريخ نفسه، ولأجل استحقاق واحد أي يتم من خلال هذه التقنية قيام مؤسسة مالية بالحصول على قروض من طرف مؤسسات مالية

* وهي منتج موجه لرفع الأداء و زيادة الكفاءة بالسوق النقدية (ما بين البنوك).

** استخدم هذه التقنية البنك المركزي الماليزي، ويمثل قبول الودائع بين المصارف إحدى

المعاملات المصرفية المتبادلة بين بنك ماليزيا المركزي والمؤسسات المصرفية الإسلامية الأخرى

*** عقود المبادلات (المقايضات) هي أحد أنواع المشتقات المالية، وهي اتفاق بين طرفين أو أكثر على مبادلة سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة زمنية مستقبلية.

أخرى بالعملة المحلية أو بعملة البلد الذي تقوم المؤسسة الأولى بالتعامل في أصوله (في شكل مرابحات مثلاً) وتمنح للمؤسسة الثانية ما يقابل ذلك من العملة المحلية. وبذلك تتمكن المؤسسة المالية الإسلامية من تحقيق أمرين هما: تنظيم تدفقاتها النقدية وتثبيت سعر الصرف لطول مدة القرض²⁵، ومع كل الميزات التي تحققها هذه التقنية، فإنها لها مجموعة من الأحكام الشرعية.*

(هـ) مبادلة الأصول: يقصد بعقد مبادلة الأصول المبادلة التي تتم بين طرف لديه أصول ذات عوائد ثابتة وبين طرف لديه أصول ذات عوائد متغيرة، ويقضي الاتفاق بمبادلة العوائد لفترة محددة، بحيث يهدف صاحب الأصول ذات العوائد المتغيرة إلى تقليل مخاطر التقلبات في العائد، ويهدف صاحب الأصول ذات العوائد الثابتة إلى زيادة أرباحه؛ لأن مخاطره قد زادت، أو لأن أحد الأطراف له ميزة نسبية في الحصول على التمويل عن الآخر²⁶. وتثير مبادلات الأصول عدة إشكالات فقهية، ويمكن تصحيحها لتتوافق مع عمل البنوك الإسلامية.

3. الأدوات: تتنوع الأدوات التي يمكن أن تستخدمها المصارف الإسلامية من أجل إدارة السيولة، بعض تلك الأدوات استخدمت من طرف بعض المصارف، وتحجم عنها مصارف أخرى، وبعضها هي مقترحات نظرية يمكن أن ترى النور في المستقبل:

(أ) شهادات مشاركة البنك المركزي (السودان): هي صكوك ذات آجال قصيرة، والهدف من طرحها هو تمويل الإنفاق الحكومي الجاري خلال الشهور الأولى من السنة المالية، التي تعجز خلالها إيرادات الميزانية من الضرائب والرسوم عن مقابلة الإنفاق الحكومي الجاري، وتتمتع هذه الصكوك بسيولة عالية حيث يتم تداولها في سوق المال، كما يقف البنك المركزي مستعداً لشرائها متى ما رغب المستثمرون في ذلك.

(ب) صكوك التأجير الإسلامية: يتم إصدارها على صيغة الإجارة أو المشاركة في الإنتاج وتمثل حصة في أصول حكومية تصدرها جهة سيادية. وتهدف هذه الصكوك بصفة عامة لإدارة السيولة في الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة وتغطية جزء من العجز في الموازنة العامة²⁷.

(ج) صكوك التنمية الإسلامية: يمكن تطوير هذا النوع من الصكوك كوسيلة لجذب واستقطاب الودائع قصيرة الأجل بهدف استخدامها في تمويل مشاريع البنية التحتية، وذلك

* أنظر فتوى ندوة البركة الثانية والعشرين.

عن طريق توريق بعض الأصول المحسوسة المملوكة للدولة لطرحها في شكل صكوك على المستثمرين وصولاً لاستقطاب موارد نقدية حقيقية لتمويل بعض المشاريع الرأسمالية الحكومية²⁸.

(د) صكوك السلم قصيرة الأجل: هي وحدات استثمارية يقوم بموجبها البنك المركزي، بصفته مديراً لمحفظة صكوك السلم الإسلامية، بشراء أصول (نقط مثلاً) من الحكومة بصيغة السلم حيث تقوم المحفظة بدفع ثمن السلعة عاجلاً واستلام السلعة آجلاً. وتعتبر صكوك السلم بديلاً إسلامياً لسندات الخزنة²⁹.

(هـ) الإصدارات الاستثمارية الحكومية (GII)*: أنشأت ماليزيا مصرفاً متخصصاً لحيازة الأوراق المالية الإسلامية قصيرة الأجل بما يتيح للمصارف الإسلامية الأخرى إدارة سيولتها ثم تم إصدار شهادات دون فوائد تعرف باسم شهادات الاستثمار الحكومية (GIC) (وتعرف الآن باسم الإصدارات الاستثمارية الحكومية (GII))³⁰. وكانت تقوم على مبدأ القرض الحسن،³¹ ثم لزيادة كفاءتها الاقتصادية قام بنك ماليزيا المركزي بفتح المجال لتسهيل عمليات بيع وشراء هذه الأوراق على المضاربين.

(و) السندات المالية الإسلامية القابلة للتداول (INI): يندرج نوعان من الأوراق التجارية تحت هذه السندات، وهما:

1. الأوراق التجارية الإسلامية القابلة للتداول الخاصة بالإيداع (INID)، وهي تقوم على مبدأ المضاربة.

2. صك الدين الإسلامي القابل للتداول (NIDC): وفيه يتم بيع أصول المؤسسات المصرفية للعميل نقداً بسعر متفق عليه، ثم فيما بعد شراء الأصول من العميل بالقيمة الأصلية مضافاً إليها المكسب، على أن تتم التسوية في ميعاد متفق عليه في المستقبل.

(ز) سندات المديونية الخاصة الإسلامية** : طرحت فكرة سندات المديونية الخاصة الإسلامية (IPDS) في ماليزيا منذ عام 1990، وقد أصدرت هذه السندات، التي تعد أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق بناءً على مبادئ البيع بثمن آجل والمراوحة والمضاربة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

* كانت تعرف بشهادات الاستثمار الحكومية (GIC).

** Malaysia Islamic Private Debt Securities .

(ح) الكمبيالات الإسلامية المقبولة (IAB): جرت صياغة هذه السندات استناداً إلى مبدئين إسلاميين هما المربحة (قيمة مبلغ البيع الإجمالي المؤجل أو سعر التكلفة مضافاً إليه ربح معين) وبيع الدين.

(ط) نوافذ التمويل: في غياب إمكانية خصم الكمبيالات من قبل المصارف التجارية ابتكر بنك السودان ما عرف بنوافذ البنك المركزي للتمويل أو نوافذ التمويل للاستعانة بها في تنظيم وضع السيولة في المصارف وهي نوعان:

- نافذة العجز السيولي: غرضها تغطية عجز السيولة الطارئ في المصرف³²، وهي تستهدف القيام بدور الممول (المقرض) الأخير، بحيث يلجأ إليها أي مصرف يواجه مشكلة سيولة مؤقتة.

- نافذة تمويل الاستثمار، والتي من بين أهدافها معالجة مشكلة الموسمية في طلب التمويل المصرفي حيث إن هنالك مواسم معينة ترتبط بالدورة الاقتصادية يزداد فيها الطلب على التمويل المصرفي ولا تتمكن المصارف من الاستجابة له. ويتم توظيف موارد النافذة بصيغة المضاربة المقيدة وعن طريق المزاد.

(ي) مربحات السلع: في هذه التقنية إذا احتاج البنك إلى سيولة فإن البنك يشتري سلعا بالوكالة عن بنك آخر، ثم يشتري منه السلع نفسها بالمربحة، بعد أن يملكها يقوم ببيعها - بنفسه أو بتوكيل البنك المشتري منه بذلك - بثمن حال في السوق الدولية إلى غير من اشترى منه البنك البائع ابتداءً، وبذا يوفر البنك لنفسه السيولة، وهذه العملية تعتبر واحدة من صور استخدام التورق الشائعة في البنوك الإسلامية³³.

(ك) عملية حسم الأوراق التجارية وخصائصها: يمكن للصكوك الاستثمارية القابلة للتداول (صكوك الإجارة مثلاً) أن تكون البديل الملائم للمصارف الإسلامية عن عملية حسم الأوراق التجارية³⁴، حيث تستطيع هذه المصارف أن تبيع الصكوك التي بحوزتها للبنك المركزي عند حاجتها للسيولة بدلاً من عرضها مباشرة في الأسواق الثانوية، وذلك لئلا تحدث انخفاضاً في أسعارها نتيجة زيادة المعروض منها، فيشتريها البنك المركزي³⁵.

4. المؤسسات اللازمة لإدارة السيولة:

إن استخدام مجموعة الأدوات والتقنيات السابقة لا يمكن أن يكون كفؤاً من دون وجود بنية أساسية مكونة من الأنظمة والمؤسسات الضرورية لإدارة السيولة. وقد دأب القائمون على

الصناعة المالية الإسلامية في استحداث مؤسسات تهدف لتحقيق هذا الغرض، ومن أهم هذه المؤسسات، نذكر:

- **السوق المالية الإسلامية الدولية:** تأسست السوق المالية الإسلامية الدولية في البحرين لتوفير ما تحتاجه المصارف الإسلامية الدولية من سيولة ومنتجات مصرفية إسلامية، وتسعى لأن تكون لاعباً فعالاً في تطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلامي، لمعالجة مشكلة السيولة لدى المصارف الإسلامية³⁶.
- **مركز إدارة السيولة الإسلامية:** يهدف إلى تمكين المؤسسات المالية الإسلامية من إدارة سيولتها من خلال استثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل، باستخدام منتجات التصكيك. كما يساهم في وضع خطط إستراتيجية لإدارة السيولة والتقليل من مخاطرها والموازنة بين موارد المصارف واستخداماتها³⁷.
- **سوق النقد ما بين البنوك بماليزيا:** هو نظام هدفه الرئيس تسوية استثمارات الأوراق المالية قصيرة الأجل للبنوك الإسلامية، إلى جانب القيام بدور القناة التي يجري من خلالها تنفيذ السياسة النقدية³⁸.
- **الهيئة العالمية لإدارة السيولة الإسلامية:** ومن أهدافها الأساسية إصدار الأدوات المالية التي تتفق مع الشريعة الإسلامية بغرض مساعدة المصارف الإسلامية على إدارة السيولة بكفاءة وفعالية.
- **صناديق السيولة الإسلامية:** تساعد هذه الصناديق على خلق أدوات قصيرة الأجل لتداول السيولة بين البنوك والمؤسسات الإسلامية.
- **قيام البنك المركزي بوظيفة المقرض الأخير:** لكي تؤدي البنوك المركزية وظيفتها الأساسية كملجأ أخير للاقتراض تجاه المصارف الإسلامية*، فإنه من الممكن إجراء تعديلات على التشريعات المصرفية للسماح للبنك المركزي بالتدخل في تقديم السيولة اللازمة للمصارف الإسلامية مع فتح حساب استثماري لدى المصرف الإسلامي عند حاجته للسيولة مقابل الحصول على حصة من الأرباح المحققة، ويمكن أن تكون هذه الحسابات مغطاة بضمانات التعدي والتقصير قد يطلبها المصرف المركزي.

* في ظل افتراض أن النظام المالي والمصرفي ليس إسلامياً.

الخاتمة:

توصلنا من خلال هذه الورقة البحثية إلى أن وضع السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية شديد الحرج، وذلك لقلة الأدوات والتقنيات التي تستخدمها في هذا المجال باعتبار حرمة التعامل بالفائدة، وكذا محدودية السوق النقدي ما بين البنوك الإسلامية، ما أدى لانتهاج سياسات متحفظة نتجت عنها مشكلة الفائض في السيولة. وقد تم التوصل من خلال هذا البحث إلى النتائج التالية:

✓ قلة تقنيات وأدوات إدارة السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية مقارنة بالمصارف التقليدية.

✓ تعاني الكثير من المصارف الإسلامية من فائض في السيولة.

✓ مشاكل السيولة بالمصارف الإسلامية معظمها راجعة بالأساس إلى طبيعة علاقتها بالمصارف المركزية وقلة الأدوات والتقنيات، بالإضافة إلى ضعف مؤسسات البنية التحتية وخاصة السوق المالية الإسلامية.

✓ تعتمد المصارف الإسلامية على إستراتيجية إدارة سيولة الأصول.

✓ يعتبر سوق الصكوك سوقاً خصباً يمكن للمؤسسات المالية الإسلامية الاستفادة منه.

التوصيات والمقترحات:

انطلاقاً من النتائج المتوصل إليها، نوصي بما يلي:

- العمل على ابتكار وتطوير المزيد من الأدوات الإسلامية والتي يمكن استخدامها لإدارة السيولة، مع الاستفادة من الصناعة التقليدية بما يتواءم مع طبيعة وخصائص الصناعة المالية الإسلامية.
- استكمال مؤسسات البنية التحتية التي يمكن من خلالها التعامل مع حالات السيولة: فائضاً أو عجزاً.
- تحفيز المستثمرين من حكومات ومؤسسات وأفراد من التعامل في الأسواق المالية الإسلامية حتى يكثر عدد المشاركين فيها مما ينعكس على أدائها وكفاءتها.
- ضرورة ولوج المؤسسات المالية الإسلامية إلى سوق الصكوك الإسلامية للاستفادة من مزاياه الكثيرة.
- العمل على تطوير السوق الثانوية لتداول الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية حتى يمكن الاستفادة من سيولتها عند الحاجة.

- توثيق التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية في مجال إدارة السيولة ولتسوية بعض المعاملات بينها.
 - على المؤسسات المالية الإسلامية تنويع استراتيجياتها في إدارة سيولة.
- الاحالات والمراجع:**

- ¹. عمر كمال، المؤتمر العالمي الحادي عشر للمصارف الإسلامية تحت عنوان «تطوير الأداء وضمان النمو المستدام في سوق عالمي يتسم بالمنافسة المتزايدة»، المنامة، البحرين، 2004.
- ². Hasan Maher and Dridi Jemma, "The effects of the Global Crisis on Islamic Banks and Conventional Banks: A Comparative Study", International Monetary Fund, Working Paper: 10/201, 2010, P.30
- ³. Natacha Valla et Muriel Tieset, *Liquidité bancaire et stabilité financière*, banque de France, revue de stabilité financière, numéro spécial liquidité, N 09, déc2006. p 94 -95.
- ⁴. عبد الغفار حنفي، "إدارة المصارف"، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2002، ص.162.
- ⁵. Mihaela Costisor, "comment appréhender le risque d'illiquidité dans le system bancaire?", University Paris, XII Val de Marne, october 2006, p03.
- ⁶. Natacha Valla et Muriel Tieset, "Liquidité bancaire et stabilité financière", Op-Cit. P.95
- ⁷. رضوان سمير عبد الحميد، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص.94، أنظر كذلك: فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص.238 - مائير كوهين، "الأسواق والمؤسسات المالية: الفرص والمخاطر"، ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي، دار الفجر للنشر، القاهرة، مصر، 2007، ص.487.
- ⁸. سعيد بن حسين بن علي المقرفي، "الاستثمار قصير الأجل في البنوك الإسلامية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2005، ص.88-89.
- ⁹. برز التوريق كظاهرة بشكل خاص في نهاية الثمانينات بالولايات المتحدة، وكان غرضه حل مشكلة القروض العقارية ثم تحول كأداة مالية للوفاء بمتطلبات كفاية رأس المال، وأصبح وسيلة أساسية بالنسبة للمؤسسات المالية لزيادة سيولتها من خلال تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة.
- ¹⁰. منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، القاهرة، مصر، 2003، ص.64.
- ¹¹. حدة رايس، "دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2009، ص.183.
- ¹². Mario Dehove, "Le marché monétaire", Institutions Et Théorie De La Monnaie, Septembre 2001. <http://pagesperso-orange.fr/mario.dehove/chap6.pdf> Consulte le 13/04/2010.
- ¹³. وهذا سبب اعتمادها استراتيجية إدارة الأصول.
- ¹⁴. حدة رايس، مرجع سبق ذكره، ص.265.
- ¹⁵. محمد نور علي عبد الله، "تحليل مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية"، عمان، 1998، ص.46.

¹⁶ . Hennie Van Greuning and Zamir Iqbal, "risk analysis for Islamic banks", the world bank, 2008, P.154

انظر كذلك: محمد البلتاجي، "مشكلات إدارة الخزينة في المصارف الإسلامية"، مؤتمر الهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، مملكة البحرين، 26-27 ماي 2010، ص.16

¹⁷ . سليمان ناصر، "مشكلة فائض السيولة لدى البنوك الإسلامية والحلول المقترحة لها"، مرجع سبق ذكره، ص.7-8

¹⁸ . نفس المرجع السابق، ص.8-9

¹⁹ . مانيير كوهين، "الأسواق والمؤسسات المالية: الفرص والمخاطر"، ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي، دار الفجر للنشر، القاهرة، مصر، 2007، ص.487

²⁰ . رضوان سمير عبد الحميد، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سبق ذكره، ص.94

²¹ . فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص.238

²² . عمر كمال، المؤتمر العالمي الحادي عشر للمصارف الإسلامية تحت عنوان «تطوير الأداء وضمان النمو المستدام في سوق عالمي يتسم بالمنافسة المتزايدة»، مرجع سبق ذكره.

²³ . يوسف كمال محمد، "المصرفية الإسلامية: الأزمة والمخرج"، فقه الاقتصاد الإسلامي (2)، الطبعة الثانية، دار النشر للجامعات المصرية، مصر، 1996، ص.138

²⁴ . الموقع السوق المالية الإسلامية لما بين المصارف، ماليزيا، "سوق المال الإسلامي ما بين المصارف"، 2006/08/01.

²⁵ . هل يجوز تغطية مخاطر الصرف في العمليات التجارية والاستثمارية؟، متاح على الرابط: <http://ecfatawa.al-islam.com/display/displayall.asp?Rec=1337>

²⁶ . Asset Swap: [http://www.investopedia.com/terms/a/assetswap.asp\(02/07/2010\)](http://www.investopedia.com/terms/a/assetswap.asp(02/07/2010))

²⁷ . صابر محمد حسن، "إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي - تجربة السودان"، سلسلة الدراسات والبحوث، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، بنك السودان، الإصدار 02، مايو 2004، ص.34

²⁸ . نفس المرجع السابق، ص.36

²⁹ . نفس المرجع السابق، ص.37

³⁰ . Rustam Idris, "Malaysian Government Investment Certificates", American Journal of Islamic Finance, Vol No1, July1994, PP.9-11.

³¹ . عبد الرحمن يسري أحمد، "قضايا إسلامية معاصرة في النقود و البنوك و التمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص.355-356

³² . محمد حسن، صابر، "إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي - تجربة السودان"، مرجع سبق ذكره، ص.33

³³ . عبد الستار أبو غدة، "المصرفية الإسلامية خصائصها وآلياتها، وتطورها"، المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، سورية، دمشق : 13-14/03/2006، أنظر كذلك: أ.د. محمد عبد الحليم

- عمر، "مرابحات السلع الدولية"، المؤتمر العلمي الرابع عشر حول: المؤسسات المالية الإسلامية: الواقع والآفاق، جامعة الإمارات، الإمارات العربية المتحدة، 2005.
- ³⁴. منذر قحف، "بديل لخصم الأوراق التجارية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، صفر 1419، ص.2.
- ³⁵. زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008، ص.172.
- ³⁶. أسامة عبد الحليم الجورية، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، مذكرة ماجستير، معهد الدعوى الإسلامي للدراسات الإسلامية، 2009، ص.190.
- ³⁷. سامر قنطقجي، براء منذر ارمنازي، "مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية"، 2006، ص.36. متاح على الرابط: www.kantakji.org.
- ³⁸. سوق المال الإسلامي بين المصارف، 2006/08/10. كتاح على الرابط التالي: <http://iimm.bnm.gov.my/index.php?ch=4&pg=4&ac=98>